

2014年09月12日

证券研究报告·公司研究·医药生物

太极集团（600129）事件点评

买入（维持）

当前价：13.44元



南充土地回购进度超预期，其它土地处置加快

投资要点

- **事件：**公告称公司子公司太极集团四川南充制药有限公司于近期收到搬迁补偿金 6800 万元，整体搬迁工作将于 2015 年 12 月 31 日前完成。
- **南充制药生产基地搬迁进展超预期。**子公司南充制药公司占地面积 47.72 亩，根据南充整体城市规划和南充制药扩能改造需要，南充制药拟将生产基地整体搬迁至西充县多扶工业园配套园区。南充市政府支付南充制药整体搬迁资金 1.15 亿元（含土地使用权及地面建、构筑物），整体搬迁工作将于 2015 年 12 月 31 日前完成。本次南充制药搬迁补偿有两点超出我们的预期：其一是搬迁进展，我们之前预期南充制药搬迁可能在 15 年才开始进行，但目前进展有所加快，剩余款项约 4700 万元年底到账概率较大；其二是每亩土地补偿款项单价超预期，本次南充制药厂址搬迁补偿约为 240 万元/亩，远高于我们在前期深度报告中估计的 100 万元/亩。
- **加快盘活集团内部资产，大幅降低期间费用。**1) 全国国企改革看重庆，重庆国企改革看太极。在国家、重庆倡导的混合所有制改革背景下，估计 15 年上半年启动股权再融资，引进海外实业战略投资者及管理层持股、融资金额用于补充流动资产或外延式扩张。2) 通过处置西南药业、桐君阁壳资源将获得巨大现金流以偿还贷款。西南药业已拟处置，估计桐君阁或将相继处置，2 个壳公司将其带来约 8-9 亿现金偿还贷款。3) 巨额盘活土地资产偿还贷款降低财务费用、管理费用。除涪陵制药厂的搬迁补偿总额 15 亿外，估计 2 年将逐渐有其它土地资产剥离，补偿金额应该不低于 20 亿。本次南充回笼资金 6800 万，预计其他地方土地搬迁补偿也将加快。最终目标其财务费用降至约 6000 万，减少无形资产摊销 3000-4000 万。
- **下半年业绩或将持续好转：**1) 子公司西南药业业绩或将恢复。目前该公司新版 GMP 认证已经结束，第 2 季度收入同比增长 13%。估计下半年收入增速将明显好于上半年，尤其主打产品盖保世宁、吗啡缓释片、布洛芬等销量出现快速增长；2) 子公司桐君阁转型还将继续，且上半年效果明显。由于配送相比批发业务的毛利率更高，如能继续扩大其配送业务，则公司医药商业业务板块毛利有望进一步提升；3) 藿香正气口服液增长可持续。该剂型属于市场独家销售，且为“基药+低价药”双跨品种，市场增长空间较大。如排除上半年季节性影响因素，预计藿香正气液全年销售增长约 30%。该产品属于低价药目录，估计有 30-40%的提价空间。

指标年度	2013	2014E	2015E	2016E
营业收入（百万元）	6603.08	7079.96	7671.16	8318.55
增长率	0.09%	7.22%	8.35%	8.44%
归属母公司净利润（百万元）	12.56	509.81	955.93	852.14
增长率	105.71%	3959.06%	87.51%	-10.86%
每股收益 EPS（元）	0.03	1.19	2.24	2.00
净资产收益率 ROE	1.33%	34.97%	39.61%	26.09%
PE	448	11	6	7
PB	9.58	6.23	3.77	2.79

数据来源：西南证券

西南证券研究发展中心

分析师：朱国广

执业证号：S1250513070001

电话：023-63812537

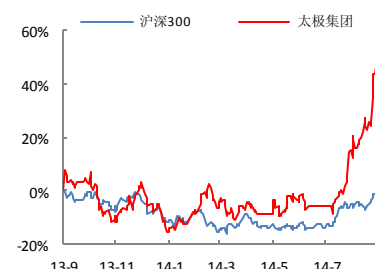
邮箱：zhugg@swsc.com.cn

研究助理：何治力

电话：023-67898264

邮箱：hzh@swsc.com.cn

相对指数表现



数据来源：西南证券

基础数据

总股本(亿股)	4.27
流通 A 股(亿股)	4.27
52 周内股价区间(元)	7.54-13.88
总市值(亿元)	57.37
总资产(亿元)	95.99
每股净资产(元)	2.98

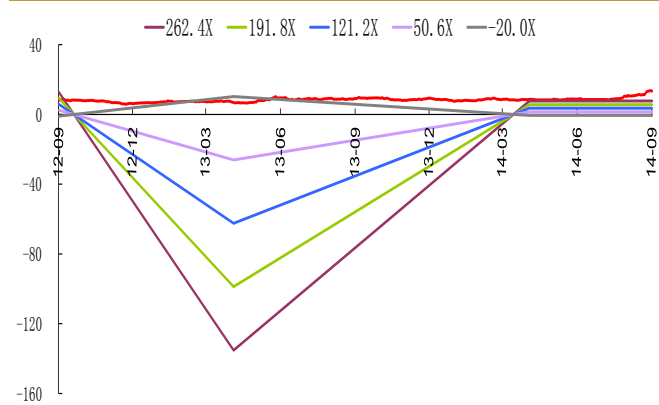
相关研究

1. 太极集团（600129）：打响重庆混合所有制改革“第一枪”（2014-09-03）
2. 太极集团（600129）：业绩超预期，混合所有制改革值得期待（2014-08-27）
3. 太极集团（600129）：重庆国企改革先锋，“狼真的来了”（2014-08-12）

请务必阅读正文后的免责声明部分

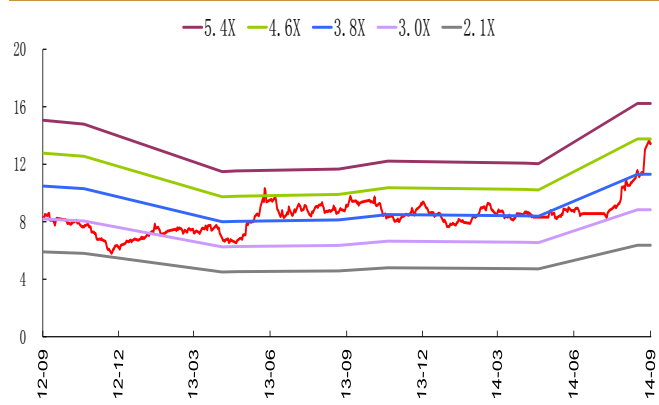
- **估值分析与投资策略。**预计 14-16 年 EPS 分别为 1.19 元、2.24 元、2.00 元，对应 PE 分别为 11 倍、6 倍、7 倍。我们认为：15 年扣非后净利润恢复到 2.5-3 亿，且 14 年-16 年均有巨额非经常性收益，因此其市值被严重低估，预计 6-12 个月市值将恢复到 100 亿以上。国资、公司改革积极性高，估计明年可能启动混合所有制改革，如果启动再融资估计公司市值很可能突出 120 亿。太极的投资机会，不仅是公司价值重估，更是混合所有制国企改革及核心产品快速增长。维持“买入”评级。
- **风险提示：**1) 桐君阁停牌时间点迟于预期；2) 政府土地拆迁回购速度低于预期；3) 藿香正气口服液提价低于预期。

图 1：公司 PE-Band 分布



数据来源：Wind, 西南证券

图 2：公司 PB-Band 分布



数据来源：Wind, 西南证券

附：财务预测表（单位：百万元）

资产负债表	2013	2014E	2015E	2016E	利润表	2013	2014E	2015E	2016E
货币资金	1564.22	70.80	1767.08	2096.07	营业收入	6603.0	7079.96	7671.16	8318.55
应收和预付款项	1591.12	1272.02	1816.84	1528.92	减:营业成本	4782.6	4991.19	5316.08	5738.77
存货	1456.68	1253.62	1633.10	1483.15	营业税金及附加	46.39	49.75	53.90	58.45
其他流动资产	12.08	12.08	12.08	12.08	营业费用	1037.3	1104.47	1288.76	1497.34
长期股权投资	155.06	155.06	155.06	155.06	管理费用	558.72	540.01	520.01	520.01
投资性房地产	330.28	290.66	251.05	211.43	财务费用	305.38	243.90	99.16	43.33
固定资产和在建工程	1707.29	1439.73	1172.18	904.62	资产减值损失	15.92	13.21	13.21	13.21
无形资产和开发支出	2114.73	1887.36	1660.00	1432.63	加:投资收益	5.67	0.00	0.00	0.00
其他非流动资产	160.04	147.93	135.81	135.81	公允价值变动损益	0.00	0.00	0.00	0.00
资产总计	9091.49	6529.26	8603.18	7959.77	其他经营损益	0.00	0.00	0.00	0.00
短期借款	2352.67	867.71	0.00	0.00	营业利润	-137.6	137.44	380.06	447.45
应付和预收款项	3601.63	1974.55	3918.24	2377.69	加:其他非经营损益	201.38	586.00	933.00	733.00
长期借款	1333.22	1333.22	1333.22	1333.22	利润总额	63.71	723.44	1313.06	1180.45
其他负债	305.01	305.01	305.01	305.01	减:所得税	19.67	173.62	315.13	283.31
负债合计	7592.52	4480.48	5556.47	4015.92	净利润	44.04	549.81	997.93	897.14
股本	426.89	426.89	426.89	426.89	减:少数股东损益	31.48	40.00	42.00	45.00
资本公积	501.90	501.90	501.90	501.90	归属母公司股东净利润	12.56	509.81	955.93	852.14
留存收益	19.09	528.90	1484.83	2336.97	现金流量表	2013	2014E	2015E	2016E
归属母公司股东权益	947.89	1457.70	2413.62	3265.77	经营性现金净流量	-77.86	-309.92	1934.06	-194.76
少数股东权益	551.09	591.09	633.09	678.09	投资性现金净流量	-75.36	445.36	709.08	557.08
股东权益合计	1498.97	2048.79	3046.71	3943.85	筹资性现金净流量	-58.62	-1628.86	-946.86	-33.33
负债和股东权益合计	9091.49	6529.26	8603.18	7959.77	现金流量净额	-211.82	-1493.42	1696.28	328.99

数据来源：西南证券

独立性与免责声明

本报告主要作者具有证券分析师资格，报告所采用的数据均来自合法、合规渠道，分析逻辑基于分析师的职业理解，通过合理判断得出结论，研究过程及结论不受任何第三方的授意、影响，特此声明。

本报告中的信息均来源于已公开的资料，我公司对这些信息的准确性及完整性不作任何保证。在任何情况下，报告中的信息或所表达的意见并不构成所述证券买卖的出价或询价。我公司及其雇员对使用本报告及其内容所引发的任何直接或间接损失概不负责。我公司或关联机构可能会持有报告中提到的公司所发行的证券并进行交易，还可能为这些公司提供或争取提供投资银行或财务顾问服务。本报告版权归西南证券所有，仅限内部使用，未经书面许可，任何人不得对本报告进行任何形式的发布、复制。

西南证券投资评级说明

公司评级	买入：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在 20%以上
	增持：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于 10%与 20%之间
	中性：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅介于-10%与 10%之间
	回避：未来 6 个月内，个股相对沪深 300 指数涨幅在-10%以下
行业评级	强于大市：未来 6 个月内，行业整体回报高于沪深 300 指数 5%以上
	跟随大市：未来 6 个月内，行业整体回报介于沪深 300 指数-5%与 5%之间
	弱于大市：未来 6 个月内，行业整体回报低于沪深 300 指数-5%以下

西南证券研究发展中心

重庆

地址：重庆市江北区桥北苑 8 号西南证券大厦 3 楼
邮编：400023
电话：（023）63725713
网站：www.swsc.com.cn

北京

地址：北京市西城区金融大街 35 号国际企业大厦 B 座 16 层
邮编：100033
电话：（010）57631234
邮箱：research@swsc.com.cn